مخاطر الصكوك الإسلامية وطرق معالجتها

إعداد

زياد الدماغ

Zdammagh@hotmail.com

الملخص

حيث تمثل المعاملات المالية بين الناس في مشاركتهم وبياعاتهم جانباً هاماً من جوانب الحياة الإنسانية، فقد كان الناس وما يزالون محتاجين إلى معرفة ضوابط الشريعة في مختلف الإحتياجات المعاصرة التي تتجدد تبعاً لتطور المجتمعات، ممن ظهرا في العصر الحالي صورة من صور المعاملات المالية المعاصرة، وهو الصكوك الإسلامية، وقد جاءت الصكوك تحت غطاء الإحتياجات الإقتصادية لتحمل تحت جناحها الإدخار والتنمية المحكوم بالضوابط الشرعية.

فالصكوك الإسلامية تفتح الباب على مصراعيه للمشاركة الشعبية الشاملة من قبل الناس لسد متطلبات التنمية الإقتصادية بصورة يشعر فيها المواطن بالانتماء المتكامل في تنمية اقتصاد وطنه.

الا أن الإستثمار في الصكوك الإسلامية محاط بكثير من أسباب المخاطر التي تكتنفها الغموض وسرعة التقلب، فمن المعلوم أن الصكوك الإسلامية هو وثائق متساوية القيمة تصدر على أساس عقد شرعي لتمويل نشاط استثماري معين، ويحتوى هذا النشاط على أصول وممتلكات مالية قد تكون أعيانا او منافع، وبالتالي هى عرضة لكافة أنواع المخاطر التي تتعرض لها الأصول او المشاريع،

ومن هنا آتى هذا البحث لتوضيح مخاطر الصكوك الإسلامية وطرق معالجتها، حيث أنها تتعرض إلى مخاطر مثلها مثل الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية، إضافة إلى المخاطر التشغيلية التي تتعرض لها الأصول التي تمثله الصكوك الإسلامية، حيث تقسيم البحث الى المبحث الأول، ويحتوي على مقصود الصكوك الإسلامية، والبحث الثاني، ويحتوي على مخاطر الصكوك الإسلامية، والمبحث الثالث، يحتوي على طرق معالجة مخاطر الصكوك الاسلامية.

المبحث الأول: الصكوك الإسلامية

مفهوم الصكوك الإسلامية:

هو " وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو مشروع معين أو نشاط إستثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الإكتتاب، وبدء إستخدامها فيما إصدرت من أجله".

الأهمية الإقتصادية:

1. تعتبر من الأدوات التمويلية الهامة لتنويع مصادر الموارد الذاتية، وتوفير السيولة اللازمة للمؤسسات والحكومات التي تحتاج إلى مصادر تمويل طويلة الآجل.
2. إن وجودها يثري بها الأسواق المالية الإسلامية لأنها الطرف المكمل للأسهم، والجناح الثاني للبورصة التي من خلالها تتحرك الأموال بحرية وسهولة.
3. تلبي احتياجات الدولة في تمويل مشاريع البنية التحتية والتنموية بدلا من الإعتماد على سندات الخزينة والدين العام .
4. تساعد على النهوض بالإقتصاد الإسلامي نظرياً وعملياً، أما نظرياً فهى إستكمال لحلقات الإقتصاد بجانب البنوك والشركات التأمين الإسلامية، أما عملياً فإن وجود هذه الأدوات تساعد على رفع الحرج الديني عن المستثمرين.
5. أن الوصول بفكرة الصكوك الإسلامية إلى مستوى التداول العالمي يوضح مدى سعة وحكمة وتكامل النظام الإسلامي.[1]

المقارنة بين الصكوك الإسلامية والأسهم:

[1] انظر: هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، **المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية** ، المنامة، البحرين، ط 1، (2007م)، وانظر: القره داغي، على محي الدين، **صكوك الإجارة** ، بحث مقدم إلى مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، منظمة المؤتمر الإسلامي، د 15، ج 2، (1425هـ-2005م)، ص183- 184.

1. يمثل الصك والسهم أداة ملكية حصة شائعة في صافي أصول الشركة، وهذه الأصول تشمل غالباً الأعيان والمنافع وما تؤول إليه من نقود أوديون أومجتمعة.
2. يستحق مالك الصك والسهم حصة من صافي ربح الشركة تتناسب مع مقدار مساهمة قيمة كلاً من الصك والسهم في رأسمال الشركة.
3. أن مالك السهم يشارك في إدارة الشركة عن طريق إنتخاب مجلس الإدارة من بينهم، بينما مالك الصك لا يشارك في إدارة الشركة ليس لهم مجلس إدارة، لكن يمكن أن يكون لهم هيئة عامة مراقبة لترعى مصالحهم وحقوقهم.
4. يعتبر السهم أداة مشاركة دائمة في الشركة، بمعنى ليس له تاريخ إستحقاق، فى حين الصك ليس بالضرورة أداة مشاركة دائمة فى الشركة، أي له تاريخ إستحقاق، فقد يكون مشاركة متناقصة أو إجارة منتهية بالتمليك.

المقارنة بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية:

1. تمثل الصكوك حصة في ملكية أصول مشروع معين فحق الصك هو حق عيني يتعلق بأصول المشروع، في حين السند يمثل ديناً في ذمة الشركة التي تصدره.
2. الصك له حصة شائعة من ارباح المشروع التي سوف تتحقق مسقبلاً، بينما السند مرتبط بالفائدة المثبتة عليه.
3. الصك يتأثر بنتيجة نشاط المشروع ويشارك في الارباح والخسائر المتحققة، بخلاف حامل السند لا يتحمل نتيجة نشاط المشروع لأنة سند دين.[2]

المبحث الثاني: مخاطر الصكوك الإسلامية

إن الإستثمار في الصكوك الإسلامية محاط بكثير من أسباب المخاطر التي تكتنفها الغموض وسرعة التقلب، فمن المعلوم أن الصكوك الإسلامية وثائق متساوية القيمة تصدر على أساس عقد شرعي لتمويل نشاط

[2] انظر: محيسن، فؤاد محمد أحمد، **نحو نموذج تطبيق إسلامي لتوريق الموجودات**، رسالة دكتوراه، (بحث غير منشور)، مقدمة للأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، (2006م).ص65-66.

إستثماري معين، ويحتوى هذا النشاط على أصول وممتلكات مالية قد تكون أعيانا أو منافع، وبالتالي فهى عرضة لكافة أنواع المخاطر التي تتعرض لها هذه الأصول أو المشاريع، حيث
تتباين المخاطر التي تتعرض لها الصكوك وفقاً لهيكل الصكوك، فمخاطر صكوك المرابحة تختلف عن صكوك المشاركة، والاستصناع، والإجارة، كما تختلف صكوك ذات العقود المركبة عن البسيطة القائمة على عقد واحد.[3]

مفهوم المخاطر:

هى " التقلبات المنتظمة وغير المنتظمة التى تحدث في قيم الأصول الإستثمارية وعائداتها المتوقعة في ظروف عدم التأكد السائدة في الأسواق المالية والنشاطات الإقتصادية على المستويين المحلي والدولي ".[4]

او هى " الخطر الذي ينشأ عندما يكون هناك إحتمال لأكثر من نتيجة والمحصلة النهائية غير معروفة ".[5]

أنواع المخاطر:

المخاطر المنتظمة: وهى " المخاطر التي تؤثر على السوق بشكل عام، وتتأثر بها جميع الأوراق المالية بمختلف أنواعها، وذلك بسبب عوامل إقتصادية أو عوامل سياسية أو عوامل بيئية، كما يطلق عليها المخاطر الكلية أو العامة ".

المخاطر الغير المنتظمة: وهى " المخاطر التي لا تؤثر على السوق بشكل عام، وإنما يتأثر بها بعض الأوراق المالية بسبب عوامل معينة، ونستطيع تجنبها عكس المخاطر المنتظمة الذى يصعب تجنبها وصعوبة إدارتها، كما يطلق عليها المخاطر الخاصة ".[6]

---

[3] انظر: ابوبكر، صفية احمد، **الصكوك الإسلامية**، بحث مقدم إلى مؤتمر البنوك الإسلامية بين الواقع والمأمول، دبي، (2009م)، ص17.

[4] انظر: معروف، هوشيار، **الإستثمارات والأسواق المالية**، (عمان: دار صفاء، ط1، 1428هـ -2003م) ص253.

[5] انظر: خان، طارق الله، حبيب أحمد ، **إدارة المخاطر– تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية** ، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، (جدة: مكتبة الملك فهد الوطنية، ط1، 1424هـ-2003م)، ص25.

[6] انظر: المؤمني، غازي ، **إدارة المحافظ الإستثمارية**، (عمان: دار المناهج، ط1، 1422هـ-2002م)، ص80.

أساليب قياس المخاطر:

هناك بعض الأساليب تستخدم في قياس المخاطر بشكل عام، حيث تم الإستعانة بها لقياس مخاطر الصكوك الإسلامية بإعتبارها أداة تمويل معرضة لنفس المخاطر كغيرها من الأدوات المالية، وتقسم هذه الأساليب إلى نوعين هما:

النوع الأول/ معامل الانحراف المعياري: وهو" أسلوب يقيس مدى إنحراف عائد الصك الفعلي عن العائد المتوقع، ويأخذ بعين الإعتبار عائد الصك لسنوات سابقة، لذا فهو يقيس مقدار التشتت عن الوسط الحسابي الذى يحسب المتوسط الحسابي لعائد الصك لسنوات سابقة، ثم مقارنة العائدات السنوية مع متوسطها الحسابي للحصول على درجة الانحراف، وكلما كانت درجة الانحراف كبيرة كلما كانت المخاطر أكبر وبالعكس".[7]

النوع الثاني/ معامل بيتا: وهو" مقياس للمخاطر المنتظمة في السوق التي ترجع لأسباب عامة سواء كانت إقتصادية أو سياسية أو إجتماعية، حيث يكون لكل صك وحدة قياس خاص به تقيس سرعة تأثره بحركة السوق إرتفاعا أو هبوطاً ".[8]

كما أنه يمكن تصنيف المخاطر المحيطة بالصكوك إلى مخاطر عامة: أي المخاطر التي تتعلق بالأسواق المالية لاسباب عامة بها و مخاطر خاصة : أي المخاطر التي تحيط بالصكوك لعوامل خاصة به، وعليه يمكن إجمالي المخاطر الخاصة فيما يلي:

أولاً/ مخاطر مصدرى الصكوك:

كما نعلم أن مصدر الصك قد يكون فرداً أو شركة أو حكومة، فهم أصحاب فكرة المشروع، وهم الذين يتلقون حصيلة الإكتتاب، ثم يوجهونه للإستثمار في أي مشروع يرونه مناسباً، وبالتالي هم في جميع الأحوال اصحاب قرار الإستثمار لا يشاركه حملة الصكوك فيه بإعتبارهم أصحاب المال، ولا يقيدهم إلا أحكام عقود

---

[7] انظر: الشمري، ناظم محمد وآخرون، **أساسيات الإستثمار العيني والمالي**، (عمان: دار وائل، ط1، 1999م)، ص318.

[8] انظر: جابر، محمد صالح، **الاستثمار بالأوراق المالية ومدخل في التحليل الأساسي والفني للإستثمارات** ، (عمان: دار وائل، ط 2، 1989م)، ص94.

التمويل التى أصدره على أساسه الصك، إضافة إلى شروط نشرة الإصدار، لذلك هناك مخاطر تكمن في هذا الجانب، ولتجنب هذه المخاطر وجب على حملة الصكوك أن يحسنوا في إختيار مصدرى الصكوك من ذوي الخبرة الإستثمارية.[9]

ثانياً/ مخاطر تصكيك الذمم المقبولة شرعاً:

هناك مخاطر تتعلق بتصكيك الذمم المقبولة شرعاً، حيث يواجه المستثمرين خطرين وهما:

-خطر التأخر في الوفاء Slow Pay Risk:

هذا الخطر يحدث إذا توقع حملة الصكوك أن العوائد التي توزع عليهم ستتأخر عدة أشهر، بسبب رغبة المدين في تأخير الوفاء، فإنهم سيصابون بخيبة أمل لن تؤثر فقط في التنبؤ بقدرة الأصول على الوفاء، بل أيضاً على الثقة في صفقات التصكيك بكاملها.

-خطر العجز عن الوفاء No Pay Risk:

وهذا الخطر يعتمد وقوعه على الجدارة الائتمانية للمدين، حيث يعجز المدين عن الوفاء بسبب التعثر المالي أو الافلاس، مما يبرر أهمية دور شركات التصنيف العالمية في درء هذا الخطر من خلال درجة التصنيف الائتماني التي تعطى عند بدء التصكيك، والتي تساعد المستثمرين على توقع هذا الخطر قبل اتخاذ قرار الإستثمار في الصكوك المصدره، إضافة إلى وجود ضمانات كافية مقابل تلك الصكوك لتعزيز ثقة المستثمرين بها.

ثالثاً/ مخاطر تصكيك الأصول العينية:

هناك مخاطر في تصكيك الأصول العينية تكمن في حال توقع المستثمرين عدم قدرة هذه الأصول على تحقيق تدفقات نقدية كافية لتوزيع العوائد المتوقعة على حملة الصكوك، التي تم تحديدها في نشرة الإصدار، مما يؤثر سلباً على تقة المستثمرين في تلك الصكوك، ولتجنب مثل هذه المخاطر، إجراء دراسات وافية على الأصول القابلة للتصكيك، وتقدير التدفقاتها النقدية بدقة، إضافة إلى إجراء تحليل للحساسية Senitivity Analysis عليها، بهدف اكتشاف مكامن الخطر، ووضع التدابير اللازمة لتجنب المخاطر.

---

[9] انظر: ابوغدة، عبد الستار، **مخاطر الصكوك الإسلامية** ، بحث مقدم إلى في مؤتمر إدارة المخاطر في المصاف الإسلامية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، (1425هـ)، ص 5-8.

رابعاً/ المخاطر التشغيلية:

فمن المعلوم أن الصكوك قائمة على أصول، وأن العائد على هذه الصكوك ناتج عن هذه الأصول، لذا فإن المخاطر التشغيلية المحتملة الناتجة عن تملك هذه الأصول يتحملها حملة الصكوك، مثل الاضرار البيئية الناتجة عن المصانع او البواخر وغيرها من المخاطر التي تتعلق بكل أصل على حدة، لذلك يجب أن تدرس بعناية.

خامساً/ المخاطر القانونية:

هناك مخاطر قانونية تحيط بالصكوك الإسلامية، نظراً لأن النظم والتشريعات القانونية المعمول بها في كثير من الدول هى أنظمة وضعية وتقليدية، مما يجعل الكثير من موادها لا تتوافق مع أحكام الشريعة، لذلك لا بد من مراعاة البيئة التشريعية التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية.[10]

سادساً/ مخاطر مخالفة أحكام الشريعة الإسلامية:

يُعد الإلتزام بالضوابط الشرعية من أهم خصائص المؤسسات المالية الإسلامية، لذلك مخالفتها لأحكام الشريعة الإسلامية في أي فترة من عمر الصك تؤدي إلى أضرار تختلف بإختلاف المخالفة ودرجة خطورتها، وصور المخالفة للشريعة الإسلامية كثيرة، فكل هيكل من هياكل الصكوك له ضوابطه الشرعية التي تعتبر مخالفتها من المخاطر التي يجب دراستها وكيفية الحد منها وطرق معالجتها، ولتجنب مثل هذه المخاطر، وجب على المؤسسات المالية الإسلامية تعيين هيئة الرقابة الشرعية للإشراف على جميع الخطوات اللازمة.[11]

سابعاً/ مخاطر صيغ التمويل الإسلامي:

هناك مخاطر خاصة بصيغ التمويل الإسلامي، ويمكن إجمالها فيما يلي:

مخاطر صكوك المضاربة: وهناك بعض المخاطر خاصة بها، مثل سوء الامانة وكفاءة الشريك المضارب وسوء الظروف السوقية للسلعة المنتجة وصعوبة التدقيق او التصفية، ولتجنب مثل هذه المخاطر، وجب على حملة الصكوك أن يحسنوا في إختيار المضارب، والمدقق الداخلي.

مخاطر صكوك المشاركة: هناك بعض المخاطر خاصة بها، مثل سوء إدارة المشروع وسوء الظروف السوقية للسلعة المنتجة، وصعوبة التدقيق او المتابعة، لذلك لا بد من أخذ الحيطة والحذر ومراعاة هذه المخاطر.

[10] انظر: ابوبكر، **الصكوك الإسلامية**، مرجع سابق، ص17-27.

[11] انظر: ابوغدة، **مخاطر الصكوك الإسلامية**، مرجع سابق، ص 5-8.

مخاطر صكوك الإجارة: هناك بعض المخاطر خاصة بها، مثل إرتفاع نسبة التضخم النقدي مقرونة بطول فترة السداد، وتأخير او عدم السداد (نتيجة عدم زيادة الإيجار) او مشاكل صيانة العين المؤجرة او مخاطر سوق العين المؤجرة او منتجاتها.

مخاطر صكوك الإستصناع: هناك بعض المخاطر خاصة بها، مثل مخاطر التخزين والنقل (ويطلق عليها المخاطر الزمنية) او عدم السداد الأقساط (نتيجة عدم زيادة السعر) او إختلاف المواصفات بسبب إحتمال عدم توفر بعض مواد المستصنع.

مخاطر صكوك البيوع: وهناك بعض المخاطر خاصة بها، مثل عدم التمكن من زيادة السعر نتيجة التأخير في دفع الأقساط لأنه مخالف شرعاً او هلاك السلعة قبل التسليم، لأن المتابعة هنا تقع على عاتق البنك.[12]

ثامناً/ مخاطر المشاريع الإستثمارية:

هناك بعض المخاطر الخاصة بالمشاريع الإستثمارية ، يمكن أجمالها فيما يلي:

الشكل القانوني للمنشأة: فالمنشأة الفردية مثلاً أكثر خطورة من أنواع المنشأت الأخرى، ولتجنبها، يتم توزيع الإستثمارات على عدة اشكال قانونية للمنشأت.

كفاءة رئيس المنشأة وصفاته: وتكمن المخاطر في نقص كفاءة مدير المنشأة، وهى تتوقف على مدى تحمسه، وإيمانه برسالة منشأته، إضافة إلى قدرته على إتخاذ قرار سليم، ولتجنب مثل هذه المخاطر، يكمن الحل في حسن إختيار المدير.

تكامل خبرات هيئة الإدارة: إن إفتقار هيئة الإدارة إلى الخبرات يحرمها من الإحاطة بالظروف المحيطة لإتخاذ القرار المناسب، ولتجنبها، يكمن الحل في حسن إختيار الهيئة الإدارية من الخبرات المتخصصة.

مراحل نمو المنشاة: تتعدد مخاطر مراحل حياة المنشأة، منها مخاطر مرحلة الإستقرار للمنشاة، وهذه المرحلة تتسم بكفاءة الإدارة، وهى أقل من مخاطر المرحلة الأولى ولتجنبها، يجب إتخاذ قرار سليم في نفقات التأسيس حتى لا تتحمل نفقات لا مبرر لها.

---

[12] انظر: السالوس، على أحمد، **مخاطر التمويل الإسلامي**، بحث مقدم إلى جامعة قطر، الدوحة، (بدون تاريخ).

مخاطر تسويقية: هناك مخاطر تسويقية تتعلق في طبيعة بعض الصناعات بسبب إعتمادها على التكنولوجيا مثلاً، ففي حالة تباطؤ التسويق يجعل السلع تتقادم بمعدل يفوق عمرها الافتراضي، ولتجنبها، يكمن الحل في إتباع سياسة التنويع في المشاريع الإستثمارية.

أما المخاطرالعامة: وهى المخاطر الخاصة بالأسواق المالية لأسباب عامة، أهمها:

1. الأوضاع السياسية السائدة من حيث الإستقرار، وأساليب تداول السلطة، والعلاقات السياسية الدولية.
2. السياسات النقدية من حيث تجاوبها مع المتغيرات، وحرية تحويل النقد، وإنتقال الأموال، وإستقرار قيمة العملة.
3. السياسات المالية، وذلك لقياس مدى نجاح تحقيق التوازن بين الإيرادات والنفقات العامة، وإدارة السياسة الضريبية.
4. السياسات الإقتصادية، لمعرفة مدى تحسن مؤشرات الدخل القومي، وميزان المدفوعات وتنمية التجارة الخارجية، والاطلاع على الخطط الإقتصادية.[13]

المبحث الثالث: معالجة مخاطر الصكوك الإسلامية

إن الإسلام لا يمانع من إتخاذ تدابير وقائية او إستخدام وسائل مشروعة للتخفيف من آثار المخاطر وتوزيعها بعداله بين أطراف العلاقة، وفي هذا الإطار يمكن ذكر بعض الطرق التي تحد من مخاطره، والتى يستطيعون حاملوه أن يطلبونها بالاتفاق مع مصدرى الصكوك، وأهمها:

أولاً/ تكوين هيئة حملة الصكوك:

تتفق النظم القانونية على تكوين هيئة من مجموع حملة الصكوك المكتتب به في كل إصدار، لغرض الحفاظ على حقوق مالكي الصكوك، وإتخاذ التدابير والاجراءات اللازمة لصيانة وحماية تلك الحقوق، كذلك يمكن تسجيل هذه الهيئة كشركة غير ربحية اوكجمعية مستقلة، وهذا لا يتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية.

ثانياً/ تكوين صندوق إحتياطي لمواجهة مخاطر الإستثمار:

[13] انظر: ريحان، بكر، **دورة في صيغ التمويل والإستثمار في المصارف الإسلامية**، البنك الإسلامي الاردني، عمان (2002م)، ص84.

يمكن إنشاء صندوق إحتياطي لمواجهة المخاطر الإستثمار، حيث لا يوجد مانع شرعاً من اشتراطه في نشرة الإصدار، شريطة موافقة حملة الصكوك على إقتطاع جزء من أرباحهم كل سنة، بحيث يستخدم هذا الجزء في سداد ما ينقص من رأس المال او إنخفاض الربح عن حد معين فى سنة معينة بإعتبار ذلك تبرعاً ممن يملك رأس المال وعائده، وفي هذه الحالة فإن ما يزيد عن جبر الخسارة او نقصان الربح يصرف في نهاية المشروع في وجوه الخير، ويمكن اشتراط موافقة المالك الجديد للصك عند الشراء على هذا التبرع، لأن الصك يحمل في ظهره ما يفيد إقتطاع نسبة من الارباح لتكوين الإحتياطي لمخاطر الإستثمار.[14]

ثالثاً/ تبرع طرف ثالث بضمان رأس المال أ الربح:

ويقصد بالضمان هنا الالتزام على سبيل التبرع، وهو ما يطلق علية المالكية الوعد الملزم، وذلك من خلال نص نشرة الإصدار على موافقة طرف ثالث خارج عن طرفي العلاقة على ضمان رأس المال او ضمان نسبة معينة من الارباح، وهذا الطرف الثالث قد يكون فرداً او شركة متخصصة لها مصلحة في تشجيع نوع معين من النشاط، ولا يوجد مانع شرعاً في صحة تبرع شخص معين، وحتى أن كان تبرعاً معلق على شرط هو تلف رأس المال او بعضه او نقصان الربح عن حد معين.

رابعاً/ تبرع الدولة بضمان رأس المال أوالربح:

يمكن للدولة أن تعلن عن إلتزامها بضمان رأس المال او بنسبة معينة من الربح لحملة الصكوك، وذلك من خلال نص نشرة الإصدار على هذا الإلتزام بإعتباره تبرعاً يلزم بالقول عند المالكية وبعض الفقهاء، حيث تقوم الدولة بالتبرع لحملة الصكوك في مشروع معين تتماشى مع خطط التنمية الإقتصادية، لذا ننصح أن تخصص الدولة ميزانية خاصة لهذا الغرض تقوم على أساس التبرع لضمان مخاطر الإستثمار في المشروعات التنموية، حيث أن هذا الاجراء يحقق التوازن بين الأنشطة المختلفة في الدولة.[15]

خامساً/ معالجة مخالفة أحكام الشريعة الإسلامية:

[14] انظر: حمود، سامي حسن، **الأدوات التمويلية الإسلامية للشركات المساهمة**، المعهد الاسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، (جدة: مكتبة الملك فهد الوطنية، ط2، 1419هـ- 1998م)، ص37.

[15] انظر: حسان، حسين حامد، **ضمان رأس المال أو الربح في صكوك المضاربة أو سندات المقارضة** ، بحث مقدم إلى مجلة المجمع الفقه الإسلامي الدولي ،منظمة المؤتمر الإسلامي، د4، ج3، (1408هـ-1988م)، ص1874-1877.

يمكن تجنب هذه المخاطر من خلال وجود هيئة الرقابة الشرعية، حيث أن وجودها في المؤسسة (مصدرى الصكوك) تعتبر من المؤشرات التى تدل على الإلتزام بالضوابط الشرعية، التي من مهامها إعداد صياغة العقود الشرعية التى تستند على أساسه الصكوك عند الإصدار، ومراجعة النماذج، وإجراءات العمل للتأكد من مطابقتها للضوابط الشرعية.

سادساً/ معالجة مخاطر صيغ التمويل الإسلامي:

يمكن تجنب مخاطر صيغ التمويل الإسلامي من خلال طلب حملة الصكوك بوضع بعض القيود في نشرة الإصدار، مثل التقييد بنوع معين من التجارة، وهذا يصلح في عقد المضاربة، ولا يوجد مانع شرعاً لأن الغاية منه تقليل مخاطر الإستثمار، ، كذلك يمكن إشتراط حلول آجال باقي الأقساط عند تأخر العميل المماطل عن دفع الأقساط في مواعيد استحقاقها او إضافة غرامة تأخير عن المدة الزمنية شريطة أن توضع هذه الغرامة في صندوق خيري ليصرف وجوه الخير، وهذا يصلح في عقد المرابحة، ولا يوجد مانع شرعاً من هذا الاجراء لأنه يهدف إلى التقليل من مخاطر الإستثمار او يمكن ربط الأقساط المؤجلة بعملة مستقرة نسبياً او ربطها بالذهب او ربطها بأرقام قياسية لمجموعة من السلع الأساسية، بحيث يؤخذ متوسط أسعارها وقت حلول آجال الأقساط، ولا يوجد مانع شرعاً، وخاصة عند التعرض لتغيرات عالية في أسعار الصرف.[16]

سابعاً/ معالجة مخاطر المشاريع الإستثمارية:

يمكن تجنب هذه المخاطر من خلال وضع بعض المعايير التي تضمن نجاح المشاريع الإستثمارية سواء من الناحية الشرعية او الفنية، وأهمها:

السلامة الشرعية: ويعتبر المشروع سليماً من الناحية الشرعية إذا توافرات فيه الشروط التالية: أن تكون سلعة وخدماته حلال والتقيد بالأولويات الإسلامية.

السلامة القانونية: ويعتبر المشروع سليماً من الناحية القانونية إذا توافرات فيه الشروط التالية : إنسجام القوانيين الحالية وإتجاها لصالح الملاك والمموليين، وحماية مصالح الملاك الممولين حاليا ومستقبلاً او وجود حوافز إستثمارية مثل الأعفاء الضريبي أوالجمارك.

[16] انظر: حماد، حمزة عبد الكريم، **مخاطر الإستثمار في المصارف الإسلامية**، (عمان: دار النفائس، ط1، 1428هـ-2008)، ص66-163.

الكفاءة التنظيمية والإدارية: ويعتبر المشروع سليماً من الناحية الإدارية إذا توافرات فيه الشروط التالية: مدى توافر الخبرات اللازمة، ومدى إنسجام الإدارة للمشروع، وطريقة إدارة التمويل طوال حياة المشروع.

السلامة السوقية: ويعتبر المشروع سليماً من الناحية السوقية إذا توافرات فيه الشروط التالية : مدى توافر سوق السلعة وإتجاهاته، ومدى توافر القدرة التنافسية.

السلامة الفنية: ويعتبر المشروع سليماً من الناحية الفنية إذا توافرات فيه الشروط التالية : إذا كان الموقع أفضل المواقع البديلة، ومدى ملائمة الطاقة الإنتاجية مع إحتياجات السوق، ومدى توافر المواد الخام، والقوى العاملة والبيئة اللازمة.

السلامة المالية: ويعتبر المشروع سليمًا من الناحية المالية اذا توافرات فيه الشروط التالية: إذا كان معدل العائد على الإستثمار ملائماً مقارنة مع معايير الصناعة المشابهة، وإذا كانت المخاطر ملائمة مع ربحية المشروع، ومدى ملائمة هيكل التمويل مع رأس المال.

السلامة الإقتصادية والإجتماعية: **و**يعتبر المشروع سليماً من الناحية الإقتصادية والإجتماعية إذا توافرات فيه الشروط التالية: مدى مساهمة المشروع في تخفيض حجم البطالة، وتحقيق عدالة توزيع الدخل بين الطبقات العاملة، ومدى تأثير المشروع على البيئة سواء من حيث التلوث او الازدحام.[17]

ثامناً/ تأمين مخاطر الإستثمار لدى شركات التأمين الإسلامية:

كذلك يمكن الاستفادة من شركات التأمين الإسلامي، وذلك من خلال إعادة تأمين مخاطر الإستثمار في الصكوك لدى شركات التأمين الإسلامية من باب تكافل الغير في تحمل مخاطر الإستثمار، حيث يحدد قسط التأمين على أساس إذا حدثت خسارة او نقص الربح عن حد معين، وبالتالي جبر هذه الخسارة او النقص في الربح من أموال التأمين مع مراعاة هذه الشركات أن تعمل وفق مبدأ التأمين التعاوني المجاز شرعاً.[18]

فمن المعلوم أن المقصود بالتأمين التعاوني هو" عقد تأمين جماعي يلتزم بموجبه كل مشترك فيه بدفع مبلغ معين من المال على سبيل التبرع لتعويض المتضررين منهم على أساس التكافل عند تحقق الخطر وتدارة

[17] انظر: البنك الإسلامي الفلسطيني، **دليل تحليل الجدوى وتقييم المشروعات الإقتصادية**، غزة، (1996م).

[18] انظر: حسان، حسين حامد، **ضمان رأس المال أو الربح في صكوك المضاربة**، مرجع سابق، ص1877.

العمليات التأمينية من قبل شركة متخصصة على أساس الوكالة بأجرة معلومة "،[19] كما يعرف بأنه " عقد يتفق عليه عدة أشخاص على أن يدفع كل منهم إشتراكاً معيناً لتعويض الاضرار التي قد تصيب أحدهم إذا تحقق خطر معين "،[20] ومن أمثلة شركات التأمين التعاونية المؤسسة الإسلامية لتأمين الإستثمار وائتمان الصادرات التابعة للبنك الإسلامي للتنمية والتى انشأت في عام 1994م، وهى مؤسسة دولية تتمتع بكامل الشخصية الإعتبارية، وتهدف إلى توسيع عمليات التأمين وإعادة التأمين الصادرات بين دول الأعضاء لتغطية إستيفاء حصيلة بيع الصادرات ضد المخاطر التجارية والغير تجارية، إضافة إلى تأمين الإستثمار ضد المخاطر القطرية، مثل وجود القيود على تحويل النقد الأجنبي او نزع الملكية او ا ضطرابات الدولة.[21]

تاسعاً/ تنويع الإستثمارات:

ويقصد بالتنويع هو" قرار المؤسسة أو المستثمر بالإستثمار في أكثر من مشروع إستثماري من أجل تخفيض درجة المخاطرة "، كما يقصد بالتنويع الكفء هو" الذى من شأنه أن يخفض درجة المخاطر التى يتعرض لها عائد المحفظة دون أن يترتب على ذلك تأثير سلبي على حجم العائد"،والتنويع بحد ذاته لا يتعارض مع أحكام الشريعة، وأهم طرق التنويع الإستثمارات:[22]

أولاً/ تنويع جهة الإصدار:

ويقصد به تنويع جهة إصدار الصكوك لأكثر من جهة، ويتم ذلك وفق إسلوبين:

اسلوب التنويع الساذج: ويعتمد هذا الاسلوب على تنويع جهات الإستثمار بشكل عشوائي، فهو لا يعتمد على التفاصيل الدقيقة لمصدري الصكوك بقدر الإعتماد على المعلومات العامة، وبشكل عام كلما زاد عدد جهات الإصدار كلما قلت المخاطر.

[19] انظر: ملحم، احمد سالم، **التأمين التعاوني الإسلامي وتطبيقاته في شركة التامين الإسلامية الاردنية** ، (عمان: دار النفائس، ط 1، 1420هـ-2000م)، ص58.

[20] انظر: الزحيلي، وهبه، **الفقه الإسلامي وأدلته**، (دمشق: دار الفكر ، ط2، 1405هـ - 1985م)، ص 442.

[21] انظر: البنك الإسلامي للتنمية، **التقرير السنوي للمؤسسة الإسلامية لتأمين الإستثمار وإئتمان الصادرات**، (1422هـ)، ص4.

[22] انظر: هندى، منير ابراهيم، **أدوات الإستثمار في أسواق رأس المال– الأوراق المالية وصناديق الإستثمار** ، المعهد العربي للدرسات المالية والمصرفية، (1994م)، ص196.

اسلوب تنويع ماركويتز: وهذا الاسلوب عكس الإسلوب السابق، حيث يعتمد على اختيار أنواع الصكوك المكونة للمحفظة، إذ تعتمد على الدراسة الدقيقة لمصدري الصكوك، ويؤخذ بعين الإعتبار معامل الإرتباط بين العائدات المتولدة عنها، وكما نعلم أنه كلما زاد عائد الإستثمار كلما زادت المخاطر والعكس صحيح.[23]

ثانياً/ تنويع تواريخ الإستحقاق:

كما نعلم أن الصكوك تصدر لآجال مختلفة متوسطة او طويلة الآجال، وذلك حسب المدد الزمنية للمشاريع المستثمر فيها، وعليه فإن التنويع في تواريخ الإستحقاق، أي تنويع المشاريع المستثمر فيها التي تصدر على أساسها الصكوك يقلل بلا شك من المخاطر.[24]

عاشراً/ التحوط:

كذلك يمكن الإستفادة من أسلوب التحوط في التمويل الإسلامي، فمن المعلوم أن التحوط (Hedging) يراد به عموماً الوقاية والإحتماء من المخاطر، وبهذا المعنى يتفق مع مقاصد الشريعة في حفظ المال وتجنب اضاعته او اتلافه، فليس هناك إشكالية من حيث الهدف، ولكن الإشكالية تكمن في الوسائل المتبعة للتحوط، فالتحوط يكون مقبولاً طالما كان مقترناً بالنشاط الحقيقي المولد للثروة، وهناك عدة طرق للتحوط تحقق هذا الهدف يمكن الاستفادة منها في تقليل المخاطر، وأهمها:

التحوط الإقتصادي: وهذا النوع من التحوط لا يتطلب الدخول في ترتيبات تعاقدية مع أطراف أخرى بقصد التحوط، فهو تحوط منفرد يقوم به الشخص الراغب في إجتناب المخاطر، وأبرز هذه الأساليب وأقدمها هو تنويع الأصول الإستثمارية، حيث يعتبر هذا الاسلوب افضل سلاح لمواجهة المخاطر، كما يندرج تحت هذا الأسلوب ما يسمى بالتحوط الطبيعي: بمعنى أن توفق المؤسسة بين إلتزاماتها وأصولها لتكون نفس العملة او بنفس طريقة التسعير لتحييد مخاطرها.

التحوط التعاوني: يمكن للمنشأة الاستفادة من هذا الاسلوب في التحوط من شتى أنواع المخاطر، وذلك من خلال إنشاء صناديق تعاونية تنشأ لهذا الغرض، وتدار من قبل جهات متخصصة في إدارة المخاطر.

---

[23] انظر: المؤمني، **إدارة المحفظة الإستثمارية**، مرجع سابق، ص130.

[24] انظر: هندي، **أدوات الإستثمار في أسواق رأس المال**، مرجع سابق، ص198.

التحوط التعاقدي: وهذا الاسلوب قائم على عقود المعاوضة التي يراد بها الربح، إلا انه ما زال هذا المنتج حديث ومحل جدل بين الفقهاء.[25]

[25] انظر: سويلم، سامي إبراهيم، **التحوط في التمويل الإسلامي**، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، (جدة: مكتبة الملك فهد الوطنية، ط1، 1428هـ-2007م)، ص 14-144.

المراجع

1. هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، **المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية**، المنامة، البحرين، ط1، (2007م).
2. حمود، سامي حسن، **الأدوات التمويلية الإسلامية للشركات المساهمة** ، المعهد الاسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، (جدة: مكتبة الملك فهد الوطنية، ط 2، 1419هـ-1998م).
3. خان، طارق الله، حبيب أحمد ، **إدارة المخاطر- تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية** ، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، (جدة: مكتبة الملك فهد الوطنية، ط1، 1424هـ-2003م).
4. حماد، حمزة عبد الكريم، **مخاطر الإستثمار في المصارف الإسلامية**، (عمان: دار النفائس، ط1، 1428هـ-2008).
5. ملحم، احمد سالم، **التأمين التعاوني الإسلامي وتطبيقاته في شركة التامين الإسلامية الاردنية**، (عمان: دار النفائس، ط1، 1420هـ-2000م).
6. سويلم، سامي إبراهيم، **التحوط في التمويل الإسلامي**، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، (جدة: مكتبة الملك فهد الوطنية، ط1، 1428هـ-2007م).
7. هندى، منير ابراهيم، **أدوات الإستثمار في أسواق رأس المال- الأوراق المالية وصناديق الإستثمار**، المعهد العربي للدرسات المالية والمصرفية، (1994م).
8. معروف، هوشيار، **الإستثمارات والأسواق المالية**، (عمان: دار صفاء، ط1، 1428هـ - 2003م).
9. الشمري، ناظم محمد وآخرون، **أساسيات الإستثمار العيني والمالي**، (عمان: دار وائل، ط1، 1999م).
10. جابر، محمد صالح، **الاستثمار بالأوراق المالية ومدخل في التحليل الأساسي والفني للإستثمارات**، (عمان: دار وائل، ط2، 1989م).

11. المؤمني، غازي ، **إدارة المحافظ الإستثمارية**، (عمان: دار المناهج، ط1، 1422هـ-2002م).

12. القره داغي، على محي الدين، **صكوك الإجارة**، بحث مقدم إلى مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، منظمة المؤتمر الإسلامي، د15، ج2، (1425هـ-2005م).

13. السالوس، على أحمد، **مخاطر التمويل الإسلامي**، بحث مقدم إلى جامعة قطر، الدوحة، (بدون تاريخ).

14. حسان، حسين حامد، **ضمان رأس المال أو الربح في صكوك المضاربة أو سندات المقارضة** ، بحث مقدم إلى مجلة المجمع الفقه الإسلامي الدولي ،منظمة المؤتمر الإسلامي، د4، ج3، (1408هـ-1988م).

15. ابوغدة، عبد الستار، **مخاطر الصكوك الإسلامية** ، بحث مقدم إلى في مؤتمر إدارة المخاطر في المصاف الإسلامية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، (1425هـ).

16. ابوبكر، صفية أحمد، **الصكوك الإسلامية**، بحث مقدم إلى مؤتمر البنوك الإسلامية بين الواقع والمأمول، دبي، (2009م).

17. محيسن، فؤاد محمد أحمد، **نحو نموذج تطبيق إسلامي لتوريق الموجودات**، رسالة دكتوراه، (بحث غير منشور)، مقدمة للأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، (2006م).

18. ريحان، بكر، **دورة في صيغ التمويل والإستثمار في المصارف الإسلامية**، البنك الإسلامي الاردني، عمان (2002م).

19. البنك الإسلامي الفلسطيني، **دليل تحليل الجدوى وتقييم المشروعات الإقتصادية**، غزة، (1996م).

20. البنك الإسلامي للتنمية، **التقرير السنوي للمؤسسة الإسلامية لتأمين الإستثمار وإئتمان الصادرات**،
(1422هـ).